

RECHT UND KAPITALMARKT IM INTERVIEW: MICHAEL DIETRICH

Indirekte Verflechtungen sind in Fusionskontrolle zu berücksichtigen

Denkübungen der EU – Aber Common Shareholdings nicht per se problematisch

Börsen-Zeitung, 24.3.2018

■ Herr Dietrich, EU-Kommissarin Margrethe Vestager hat unlängst auf einem Symposium auf mögliche wettbewerbsrechtliche Beeinträchtigungen hingewiesen, wenn Investoren an mehreren Unternehmen derselben Branche beteiligt sind und sie kein Interesse an einem harten Wettstreit dieser Portfoliounternehmen im Markt haben. Zeichnet sich hier ein neuer Ansatz der EU-Kommission ab?

Für eine generelle Aussage, wie sich die Kommission bei diesem Thema positionieren wird, ist es noch zu früh. Klar ist aber, dass die Kommission bei der Beurteilung der Fusion Dow/DuPont zu dem Ergebnis gelangt ist, dass indirekte Unternehmensverflechtungen (sogenannte Common Shareholdings) bei der fusionskontrollrechtlichen Bewertung zu berücksichtigen sind.

■ Immer?

Das gilt insbesondere auf konzentrierten Märkten und dort, wo im Wesentlichen identische Beteiligungen institutioneller Investoren an den großen Unternehmen einer Branche bestehen. In solchen Fällen ist es denkbar, dass institutionelle Investoren den Anreiz und die Möglichkeit haben, die Gesamtmarktrendite über die Rendite an einzelne Beteiligungsunternehmen zu stellen. Insbesondere passive Investoren (zum Beispiel Index-Fonds) finden bei Vorstand und Aufsichtsrat Gehör und dürften kaum Interesse haben, dass Beteiligungsunternehmen A seinen Gewinn schmälert (etwa durch Investitionen oder Preissenkungen), um Beteiligungsunternehmen B Marktanteile „abzujagen“.

■ Ist es wirklich vorstellbar, dass große Fonds in dieser Absicht auf ihre Portfoliounternehmen einwirken? Langfristig betrachtet, kann es doch kaum zielführend sein, die Angriffslust von Firmen einer Branche einzudämmen?

Ja, zumindest eine Zeit lang ist das vorstellbar. Das US-Justizministerium ermittelt genau aus diesem Grund gegen einige US-Airlines. Trotz Überkapazitäten bleiben dort die Preise im Markt stabil. Sicher gibt es dafür zahlreiche Gründe, darunter eben auch indirekte Verflechtungen über institutionelle Investoren. Wenn die so miteinander verflochtenen Unternehmen eine hohe Marktabdeckung erreichen und zusätzlich strukturelle Faktoren den Wettbewerb beschränken, erscheint es vorstellbar, dass Investoren und Portfoliounternehmen nicht permanent im „Angriffsmodus“ zu sein brauchen. Allerdings verbietet sich bei der Frage nach den Auswirkungen von Common Shareholdings auf den Wettbewerb eine Schwarz-Weiß-Betrachtung.

■ Gibt es Hinweise auf solche Beeinflussungsversuche von Fonds?

Es gibt zahlreiche Äußerungen von institutionellen Investoren, die klar erkennen lassen, dass sie trotz ihrer Eigenschaft als „passive“ Investoren aktiv auf das Management einwirken. Natürlich hängen die Einwirkungsmöglichkeiten dieser Anleger, die in aller Regel mit deutlich weniger als 10 % investiert sind, stark von der Aktionärsstruktur ab. Gibt es einen Großaktionär, wird die Einflussnahme für institutionelle Investoren erst mal schwieriger. Wenn aber alle großen Investoren aufgrund einer vergleichbaren Interessenlage über-

einstimmende Vorstellungen übermitteln, dürften Vorstand und Aufsichtsrat tatsächlich kaum daran vorbeikommen.

■ Sind das erst mal Denkübungen in Brüssel, oder kann sich das schon in aktuellen Kartellprüfungen niederschlagen?

Es sind auf jeden Fall Denkübungen, aber vielleicht auch mehr. Wenn sich die Kommission vornimmt, bestimmte Vorgänge näher zu analysieren, kann das ganz praktische Konsequenzen für die Unternehmen haben. Ähnliche Vorgänge gab es in jüngerer Zeit bei Eisenbahnen, E-Commerce und Konsortialkrediten. Auch in diesen Fällen hat die Kommission in einem ersten Schritt Informationen eingeholt, um besser zu verstehen, wie der Markt in den jeweiligen Bereichen funktioniert.

■ Grund zur Sorge?

Nicht unbedingt: Common Shareholdings sind nicht per se problematisch, selbst wenn ein gleichförmiges Verhalten der Portfolio-Unternehmen zu beobachten wäre. Entscheidend ist, dass die Grenze zwischen autonomer, kartellrechtsneutraler Interaktion zwischen Investor und Unternehmen einerseits und einer Koordinierung des Verhaltens der Portfoliounternehmen im Markt durch die Investoren nachweislich nicht überschritten wird. Insoweit sollten sich Unternehmen und Investoren vergewissern, dass ihr Verhalten den Anforderungen des Kartellrechts entspricht.

.....
Dr. Michael Dietrich ist Partner von Herbert Smith Freehills. Die Fragen stellte Sabine Wadewitz.